

杰克逊霍尔会议释放鸽派信号，国内权益市场流动性增强

——鑫元周观点（2025.08.18-2025.08.24）



一、核心观点

宏观方面，财政部数据显示，7月广义财政收入同比增速从6月的2.8%上行至3.6%，其中一般公共预算收入同比转正至2.6%，较6月同比增速上升2.9个百分点；7月广义财政支出增速较6月的17.6%放缓至12.1%。海外方面，北京时间8月22日晚，美联储主席在Jackson Hole年会上作题为《货币政策与美联储评估框架》的演讲，提供了9月降息的指引，并公布联储修订后的货币政策框架。

权益市场方面，美联储基本确认关税冲击和商品通胀可控，限制性利率对就业下行存在影响。继续维持9月和11月年内两次降息的预测。国内流动性继续宽松，但内部股债存在风偏切换。本周权益策略建议：增加仓位至中高仓位。上周权益资产影响因素中最为重要的变化是依然来源于分母端，这次是海外分母的确性改善，全球将正式进入宽松阶段，再叠加上周提到的“股债再平衡加速下的国内分母结构性宽松”，我们认为权益市场仍处于流动性改善的加速段，继续看多做多。配置策略仍维持哑铃策略。行业选择上，1）稳定类红利资产（含H股）配置向券商、保险等方向集中。2）海外和国内算力相关的CPO、PCB、液冷、电源等；互联网金融、稳定币、稀土等方向将继续呈现结构性强势的特征；此外在美联储降息的大背景下，建议继续逢低加仓钴锂等为主的能源金属，以及铜铝锡等大宗工业金属。3）关注中报业绩超预期的行业；反内卷政策以供给侧逻辑为主，因此要找自身需求刚性的行业。

固收市场方面，上周股牛债熊程度加深，权益对债市冲击猛烈。沪指上周中涨势汹涌，一路直上剑指3800点上方，续创10年来新高，债市难以摆脱其负面影响，叠加资金趋紧，资金面强力支撑弱化，上周初债市即迎来大幅下跌，长债收益率突破前高，10年、30年国债活跃券收益率分别面临1.8%、2.06%的关键点位，盘中10Y国债盘中几度触及1.79%未能突破。全周债市基本延续跌势，修复行情短暂，交易盘砸盘态势凶猛，但股债跷跷板效应边际递减之势渐显。上周五两只重要含税债发行落地，中标价格及发行倍数均难言乐观。全周来看，30y、10y、1y国债收益率分别变化3bp、3bp、1bp收于2.08%、1.78%、1.37%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y期限利差分别变化-0.5bp、3bp收于29.5bp、41bp。上周新增信息并

不多，市场依旧在演绎看股做债的逻辑，在赚钱效应的驱动下居民财富仍在持续涌入股市，市场调整反而成了资金的入市良机，股市的动量效应显著。本周美联储降息预期存在一定摇摆，但上周五晚鲍威尔表态整体偏鸽，降息空间打开叠加 10 月份大美丽法案落地预计将继续驱动全球资产风险偏好的上行，对于下周国内权益市场的情绪仍有不小的催化作用。考虑到当前股市强势下机构行为难以预测，以及近期政策强度以及频率也都基本利好股市情绪，债市短期震荡偏弱，至于要不要以及何时博反弹，仍然建议关注后续央行的表态及动作。

二、宏观动态

（一）国内宏观

2025 年上海合作组织峰会将于 8 月 31 日至 9 月 1 日在天津举行。国家主席习近平将主持上海合作组织成员国元首理事会第二十五次会议和“上海合作组织+”会议并发表主旨讲话。峰会期间，习近平主席还将为与会领导人举行欢迎宴会和双边活动。

央行发布公告称，将于 8 月 25 日开展 6000 亿元 MLF 操作。8 月有 3000 亿元 MLF 到期。此次 MLF 落地后，央行本月将通过 MLF 净投放 3000 亿元，为连续第 6 个月加量续作。央行在本月还开展了 3000 亿买断式逆回购净投放，这意味着 8 月中期流动性净投放总额达 6000 亿。

外资机构加速入场布局 A 股。高盛 PrimeBrokerage 数据显示，全球对冲基金正以 6 月底以来的最快速度买入中国股票。Wind 数据显示，截至今年 8 月 21 日，外资机构持有 A 股市值约 2.5 万亿元，相比 2024 年末的 2.31 万亿元增长 8%，占 A 股总流通市值的 2.72%。此外，截至 8 月 21 日，A 股市场已有 920 家公司披露了 2025 年中报，其中有 261 家公司的前十大流通股股东名单里出现合格境外机构投资者（QFII）的身影，合计持股市值约 301.40 亿元。高盛、瑞银、摩根士丹利等外资机构的最新研报观点认为，A 股市场情绪显著回暖、中期展望向好。

全社会用电量 7 月历史性突破万亿千瓦时大关，这在全球也属首次！国家能源局发布 7 月全社会用电量，达 1.02 万亿千瓦时，同比增长 8.6%。新能源占比显著提升，风电、太阳能、生物质发电量快速增加，占比接近总量的四分之一。

规模高达 5000 亿元的新型政策性金融工具将出，重点投向新兴产业、基础设施等领域，具体包括数字经济、人工智能、低空经济、消费领域、绿色低碳、农业农村、交通物流、城市基础设施等，国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行等政策性银行参与其中。

中国新一期 LPR 出炉，1 年期为 3.0%，5 年期以上为 3.5%，连续三月保持不变。业内专家普遍认为，LPR 继续“按兵不动”，符合预期。从 LPR 报价机制看，近期央行多次开展公

开市场操作，作为 LPR 定价基础的 7 天期逆回购操作利率为 1.4%，并未发生变化，因此本月 LPR 继续维持不变。

金融监管总局拟出台《商业银行并购贷款管理办法》，助力产业转型升级，增强经济增长动能。《办法》拓宽并购贷款适用范围，进一步允许并购贷款支持满足一定条件的参股型并购交易。同时，设置差异化的展业资质要求，优化贷款条件，并强调偿债能力评估。

人社部等五部门联合印发通知，明确自 9 月 1 日起，个人养老金新增患重大疾病、领取失业保险金、领取城乡最低生活保障金等 3 种领取条件，同时明确了具体的操作办法。参加人可以按月、分次或者一次性领取个人养老金。

央行新增支农支小再贷款额度 1000 亿元，引导和鼓励金融机构加大对北京、河北、吉林、山东、甘肃等受灾地区的经营主体特别是小微企业、个体工商户，以及农业、养殖企业和农户的信贷支持力度。

财政部发布数据显示，7 月份，全国一般公共预算收入 20273 亿元，同比增长 2.6%，增幅为年内最高，其中，税收收入 18018 亿元，增长 5%。今年前 7 个月，全国一般公共预算收入 135839 亿元，同比增长 0.1%，累计增幅首次转正；支出 160737 亿元，同比增长 3.4%。

国务院总理李强强调，要进一步提升宏观政策实施效能，及时回应市场关切，稳定市场预期。持续激发消费潜力，系统清理消费领域限制性措施，加快培育壮大服务消费、新型消费等新增长点。加力扩大有效投资，发挥重大工程引领带动作用，适应需求变化更多“投资于人”、服务于民生，积极促进民间投资。采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势。

A 股市场涨势如虹，多个指数盘中创阶段新高，上证指数刷新近 10 年新高，成功站上 3800 点。A 股总市值首次突破 100 万亿元大关。展望后市，无论是国内机构还是国际机构，普遍都看好中国股市后续的行情表现。

（二）海外宏观

美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上发表重磅讲话，称风险平衡似乎正在发生变化，当前的形势意味着，就业面临的下行风险上升。随着政策处于紧缩区域，这种风险平衡的转变可能意味着需要调整政策立场。鲍威尔讲话后，交易员加大对美联储 9 月降息的押注，完全消化年底前降息两次预期。

美国总统特朗普在白宫讲话中透露，考虑通过交易持有英特尔 10%的股权，英特尔已同意出售 10%的股权。有知情人士表示，作为投资的一部分，政府不会进入英特尔董事会，也不会公司治理中扮演重要角色。

美国总统特朗普表示，我们正在对进入美国的家具产品展开一项重大关税调查。未来 50 天内，这项调查将完成，届时从其他国家进入美国的家具产品将被征收关税，具体税率尚未确定。

欧盟与美国发表联合声明，公布了双方在 7 月达成新贸易协议的具体细节。根据联合声明，美国将对汽车、药品、半导体和木材等大多数欧盟输美商品征收 15% 的关税。欧盟承诺取消对美国产工业品的关税，并为美国海产品和农产品提供优惠市场准入。欧盟还计划到 2028 年前采购 7500 亿美元的美国液化天然气、石油和核能产品，另采购 400 亿美元的人工智能芯片。

美联储公布的 7 月会议纪要显示，7 月会上，几乎全体决策者支持暂不降息，只有两人反对。纪要体现了，对通胀和就业的风险以及关税对通胀的影响，联储官员均存在分歧，不过多数还是认为，通胀上升的风险比就业下行的风险高。多人认为，关税的影响需要一些时间才会全面显现。与会者指出，在《GENIUS 法案》通过之后，稳定币的使用可能会增加，并可能有助于提升支付系统的效率。他们还表示，稳定币可能会推高对其支撑资产的需求，其中包括美国国债。

美国总统特朗普喊话美联储理事库克，称其必须立即辞职，从而进一步加大对美联储的施压力度。此前，美国联邦住房金融局（FHFA）局长普尔特指控库克在两笔抵押贷款中存在欺诈行为，并呼吁司法部对其展开调查。普尔特称，这些指控让特朗普有了解雇库克的理由。

美国中东问题特使威特科夫表示，美俄领导人 8 月 15 日会晤取得的重大进展促使美国总统特朗普放弃了俄乌立即停火的诉求，转而致力于推进一项更广泛的和平协议。威特科夫表示，俄罗斯已在涉及五个乌克兰地区的问题上作出“一些让步”。他说，俄罗斯总统普京已同意在未来和平协议中纳入一项“类北约第五条款”的安全保障条款，即若乌克兰遭到攻击，将被视为对所有保障国的攻击。

美国总统特朗普与乌克兰总统泽连斯基在白宫举行会晤。特朗普表示，如果一切顺利，美俄乌将举行三边会谈。特朗普表示不排除未来派遣美军参与乌克兰维和任务的可能性。泽连斯基在发言中明确表示，乌克兰需要“所有与安全相关的保障”，包括军队、武器、训练和情报。另据英国金融时报消息，乌克兰将承诺向美国购买价值 1000 亿美元的武器装备（由欧洲出资），以换取其与俄罗斯达成和平协议后美国向其提供安全保障；美乌还将另签 500 亿美元无人机合作生产协议。

美国商务部宣布，将 407 个产品类别纳入钢铁和铝关税清单，适用税率为 50%。此次新

增清单涵盖范围广泛，包括风力涡轮机及其部件、移动起重机、铁路车辆、家具、压缩机与泵类设备等数百种产品。特朗普政府已多次强调要扩大钢铝关税覆盖范围，以保护国内制造业并遏制进口依赖。

欧盟委员会主席冯德莱恩会见了到访布鲁塞尔的乌克兰总统泽连斯基，并与他共同出席新闻发布会。冯德莱恩重申，乌克兰应自行决定其领土问题，在乌克兰缺席的情况下不能做出任何相关决定。冯德莱恩还表示，欧盟随时准备继续加强对俄罗斯施压，欧盟正在着手准备第 19 轮对俄制裁措施草案，并计划于 9 月初公布。她强调，乌克兰应自行决定其命运，乌克兰“始终可以信赖欧洲”。

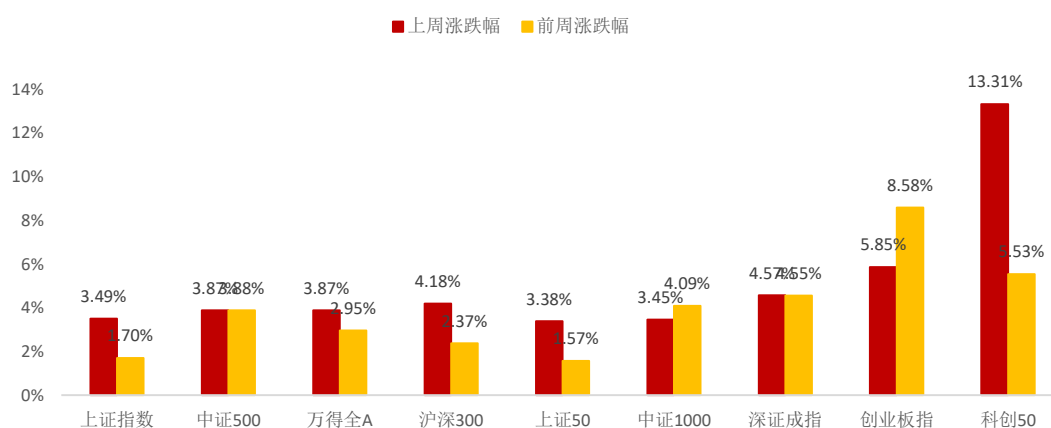
美国贸易谈判代表取消原定 8 月 25 至 29 日到印度举行会谈的行程，导致两国在 8 月 27 日的期限前达成协议的希望落空。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数悉数上涨。截至 8 月 22 日，科创 50 涨 13.31%，涨幅居前。从行业板块看，上周**通信**、**电子**、**计算机**领涨，**房地产**、**医药**、**煤炭**涨幅较低。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

8/22/202	同比前周变化	历史以	同比前周变化	10 年分位	5 年分位	3 年分位
----------	--------	-----	--------	--------	-------	-------

	5		来		数	数	数
上证指数	16.4	↑ 0.53	54.5	↑ 6.77	92.9%	98.7%	98.3%
深证成指	29.3	↑ 1.27	70.0	↑ 9.18	77.5%	87.3%	82.6%
上证 50	11.9	↑ 0.42	61.3	↑ 5.38	90.6%	90.4%	86.9%
沪深 300	14.0	↑ 0.51	62.1	↑ 5.99	82.3%	85.3%	80.2%
中证 500	32.6	↑ 1.02	61.4	↑ 2.83	74.0%	98.6%	98.0%
中证 1000	45.5	↑ 1.71	65.5	↑ 0.82	65.5%	89.9%	88.5%
创业板指	38.9	↑ 2.66	30.0	↑ 4.46	27.6%	43.2%	47.5%
科创 50	166.4	↑ 19.27	100.0	↑ 0.37	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	8/22/2025	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	18.6	↑ 0.67	8.93%	↑ 1.84	8.9%	15.0%	20.5%
基础化工(申万)	28.5	↑ 0.82	63.81%	↑ 3.47	63.8%	88.8%	84.7%
钢铁(申万)	39.7	↑ 0.78	80.38%	↑ 0.33	80.4%	99.6%	99.5%
有色金属(申万)	22.8	↑ 0.29	26.51%	↑ 0.73	26.5%	44.4%	59.5%
电子(申万)	66.7	↑ 5.63	90.01%	↑ 5.78	90.0%	100.0%	100.0%
家用电器(申万)	14.9	↑ 0.32	41.60%	↑ 5.08	41.6%	47.3%	51.8%
食品饮料(申万)	21.6	↑ 0.69	21.80%	↑ 4.02	21.8%	14.2%	19.3%
纺织服装(申万)	27.2	↑ 0.65	61.30%	↑ 1.74	61.3%	77.8%	72.6%
轻工制造(申万)	31.0	↑ 0.86	59.76%	↑ 2.95	59.8%	94.8%	92.9%
医药生物(申万)	40.5	↑	74.28%	↑	74.3%	83.4%	77.8%

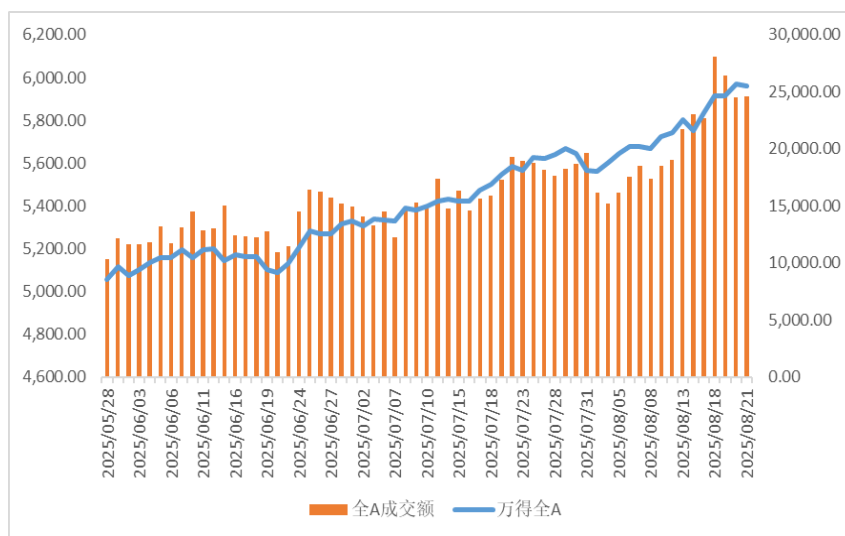
万)		0.51		2.81			
公用事业(申 万)	19.0	↑ 0.36	34.45%	↑ 5.63	34.5%	36.8%	43.9%
交通运输(申 万)	16.9	↑ 0.31	49.22%	↑ 2.50	49.2%	62.7%	71.9%
房地产(申万)	45.7	↑ 0.23	99.97%	0.00	100.0%	99.9%	99.9%
商贸零售(申 万)	41.2	↑ 1.81	87.13%	↑ 2.34	87.1%	100.0%	100.0%
社会服务(申 万)	46.1	↑ 2.01	46.73%	↑ 4.50	46.7%	49.5%	30.9%
综合(申万)	56.9	↑ 4.34	74.51%	↑ 6.39	74.5%	87.2%	82.5%
建筑材料(申 万)	31.2	↑ 0.89	81.77%	↑ 0.76	81.8%	100.0%	100.0%
建筑装饰(申 万)	11.8	↑ 0.21	66.71%	↑ 2.11	66.7%	93.9%	99.8%
电力设备(申 万)	34.9	↑ 0.88	43.90%	↑ 2.58	43.9%	69.0%	60.4%
国防军工(申 万)	92.7	↑ 2.51	74.79%	↑ 0.44	74.8%	100.0%	100.0%
计算机(申万)	99.3	↑ 7.28	96.43%	↑ 1.36	96.4%	100.0%	100.0%
传媒(申万)	48.3	↑ 2.33	71.47%	↑ 4.60	71.5%	95.8%	94.3%
通信(申万)	44.3	↑ 4.34	70.29%	↑ 13.32	70.3%	92.4%	95.1%
银行(申万)	6.8	↑ 0.08	69.32%	↑ 3.91	69.3%	74.8%	82.7%
非银金融(申 万)	16.8	↑ 0.44	57.79%	↑ 4.66	57.8%	76.3%	82.7%
汽车(申万)	29.4	↑ 1.35	81.87%	↑ 5.78	81.9%	71.0%	60.4%
机械设备(申 万)	37.7	↑ 1.02	71.02%	↑ 0.68	71.0%	98.4%	100.0%
煤炭(申万)	13.4	↑ 0.12	71.99%	↑ 1.06	72.0%	99.6%	99.4%
石油石化(申 万)	17.4	↑ 0.49	50.15%	↑ 1.96	50.1%	78.9%	84.6%
环保(申万)	27.0	↑ 0.35	58.57%	↑ 0.17	58.6%	97.1%	99.9%
美容护理(申 万)	41.4	↑ 2.05	60.55%	↑ 3.74	60.6%	58.9%	43.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值和行业指数估值走势较为一致。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50%分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周计算机、电子、综合估值上行最多，银行、煤炭、建筑装饰下行最多。当前房地产、计算机、电子、商贸零售、汽车板块估值处于历史较高水平；农林牧渔、食品饮料、有色金属、公用事业、家用电器板块估值处于历史较低水平。

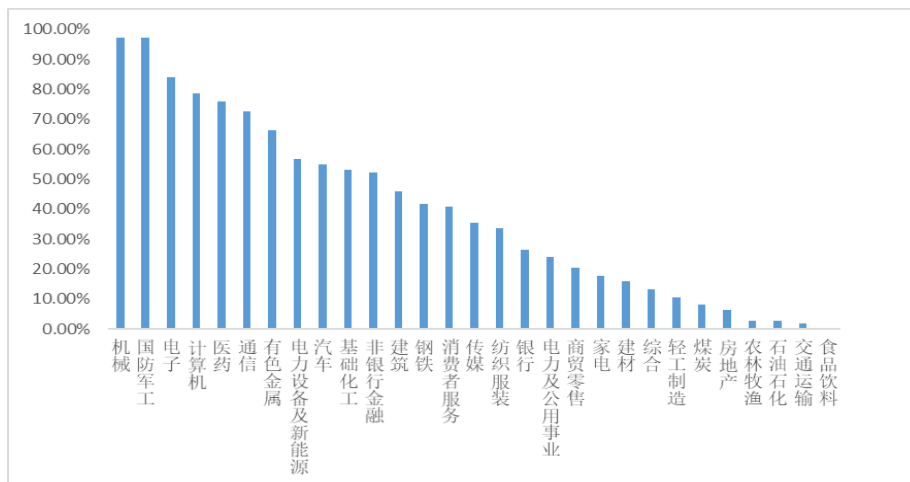
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



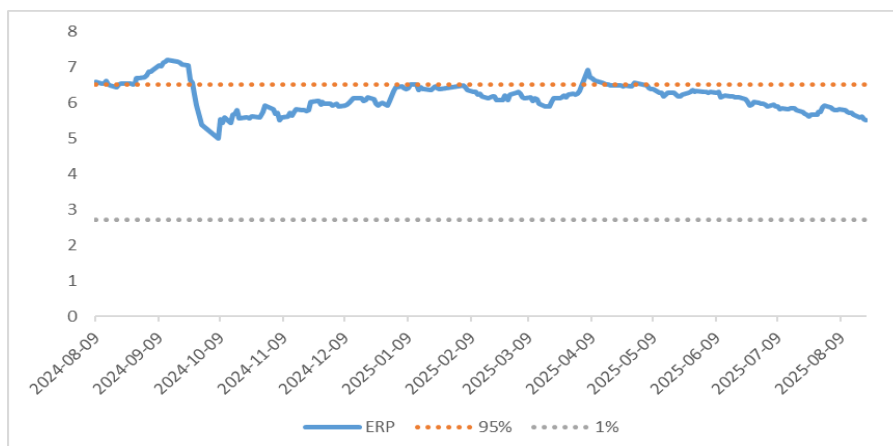
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

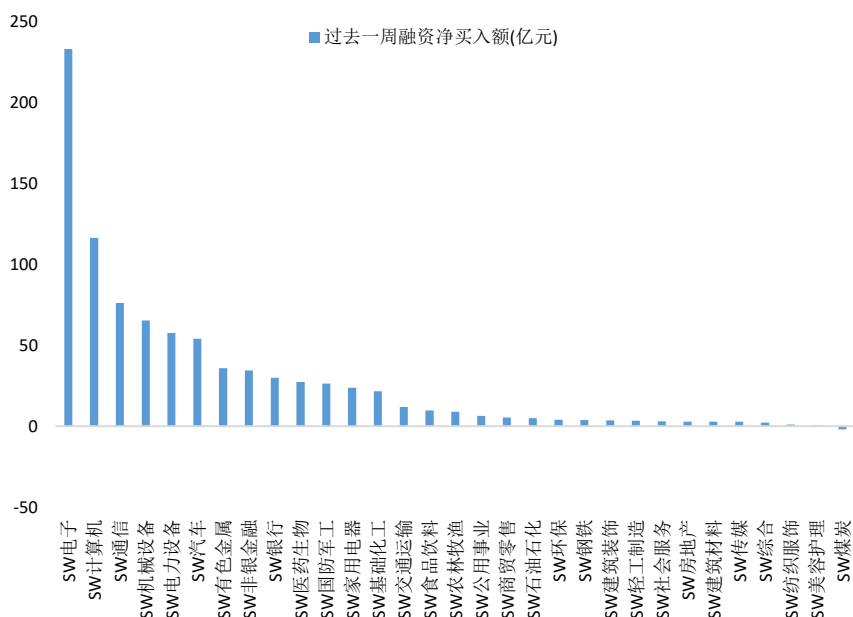
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，机械，国防军工，电子的拥挤度较高。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.52%，处于历史 60.17% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

8 月 22 日，两融资金占比为 10.61%，8 月 15 日为 10.88%，反映出杠杆资金加仓持续高位。截至 8 月 22 日，上周融资净买入的前三行业为电子、计算机、通信。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

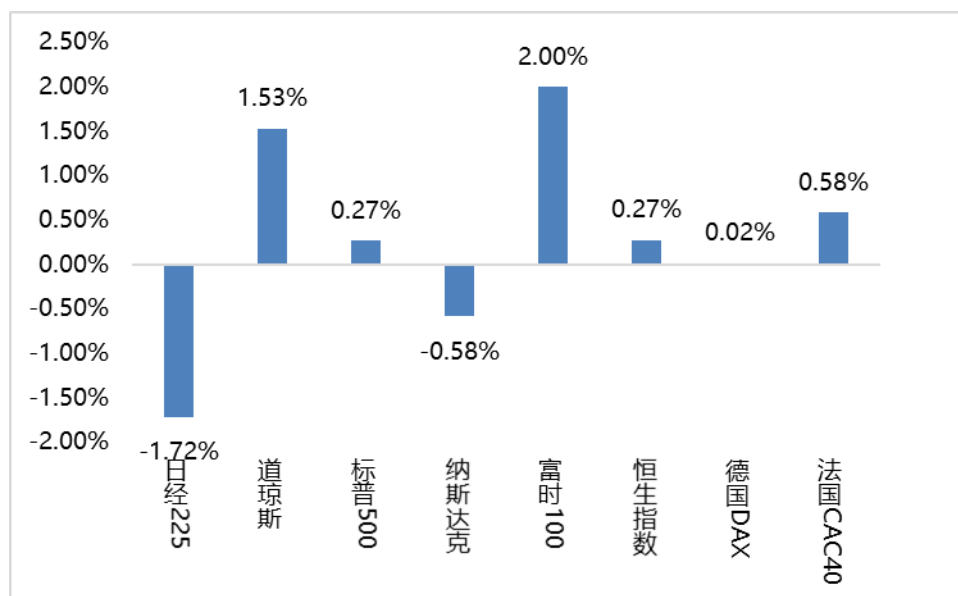


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指上涨 1.53%，标普 500 上涨 0.27%，纳指下跌 0.58%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 2.00%，德国上涨 0.02%，法国上涨 0.58%；亚太股市方面，日经指数下跌 1.72%，恒生指数上涨 0.27%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

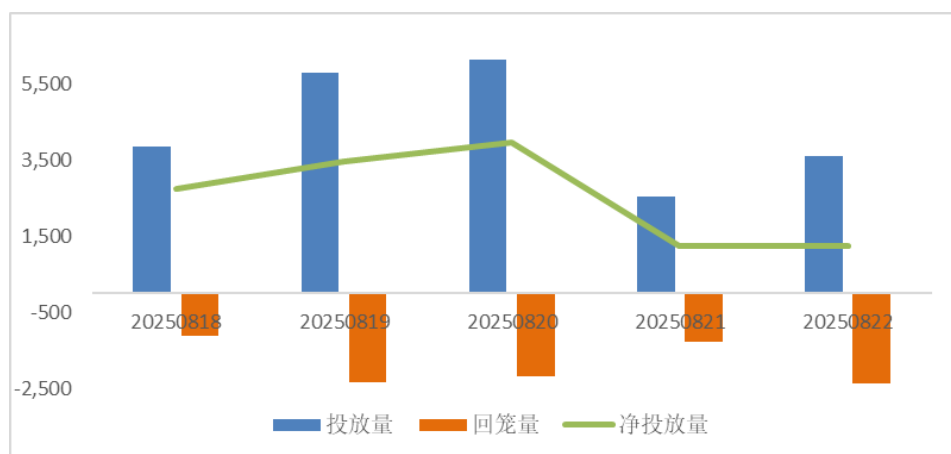


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行共开展 20770 亿元 7 天期逆回购操作和 1200 亿元国库现金定存发行，因有 7118 亿元 7 天期逆回购和 2200 亿元国库现金定存到期，整体实现净投放 12652 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划无发行计划，地方政府债计划发行 3516 亿元，整体净缴款

2114 亿元。

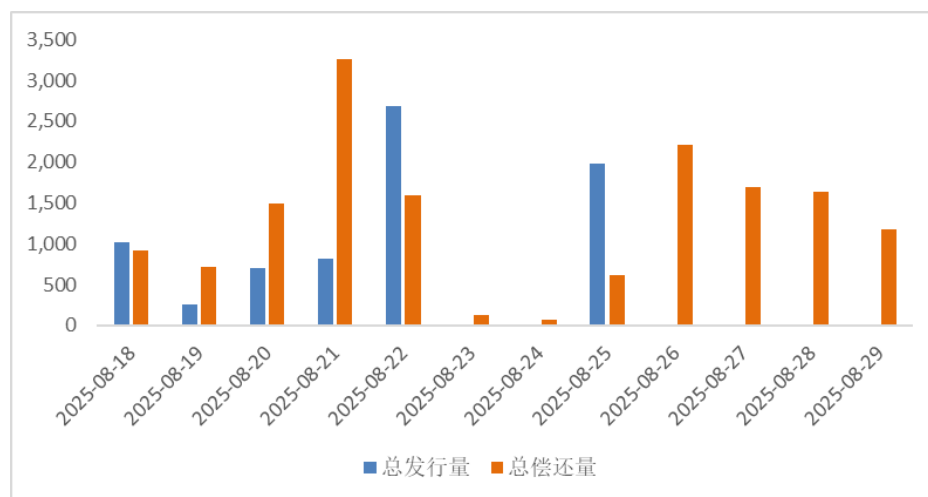
图：8 月 25 日-8 月 29 日政府债发行缴款

单位：亿元

	8 月 25 日		8 月 26 日		8 月 27 日		8 月 28 日		8 月 29 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	516	0	1021	0	809	0	344	0	826
到期	2371	433.04	0	42.44	0	229.02	0	103.09	0	152.98
缴款	2370	385	0	497	0	1021	0	809	0	363
净缴款	-49		455		792		706		210	

同业存单发行：本周（8 月 25-29 日）存单到期 7506 亿元，较前一周降低 470 亿元。

图：同业存单到期与发行



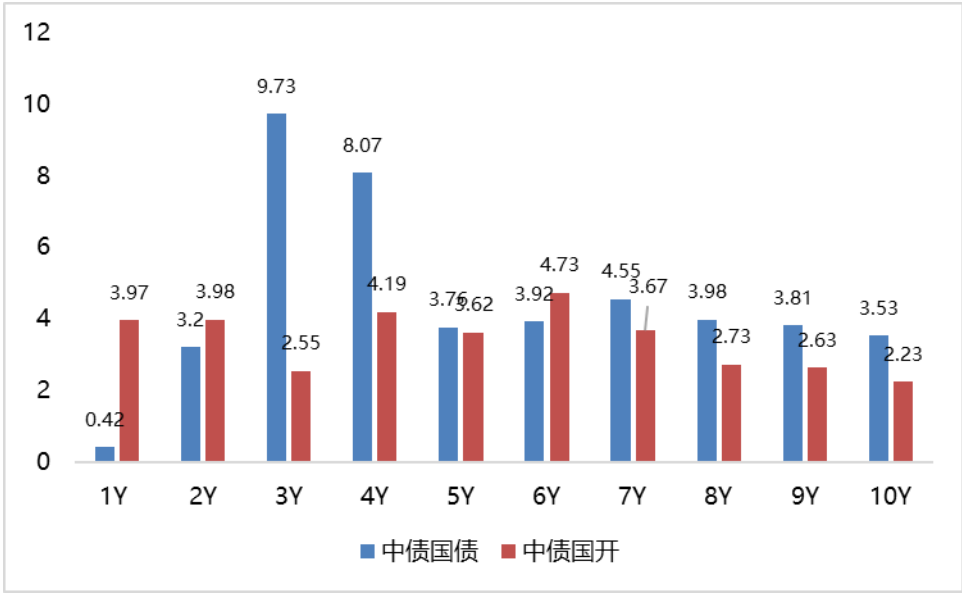
回购市场：上周一周二税期走款，资金面超预期收敛，尽管央行持续净投放，但资金利率持续攀升，且税期结束后资金价格并未立即转松，直到上周三午后银行融出，带动资金面转松。上周四周五税期影响消退，资金压力逐步缓解，价格逐渐下行。整体来看，上周五 R001 加权 1.45%，较前一周上行 0.75BP，R007 加权 1.48%，较前一周下行 0.19BP，但 R001 周均值较前一周大幅提升 15bp；R007 周均值也上行 6bp。

票据利率：上周中下旬时点，随着银行规模逐步明晰，买盘配置需求在大行带动下稳步释放，而一级市场票源供给受春节假期因素影响表现得增速平缓，供需相互博弈下，票价震荡下行。不过日内供需情绪变换反复，票价呈现日内跌后回调的特点，足月国股票价在 0.6%

处上下波动。

(三) 债券市场

图：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表：中债国债期限利差（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	13.57	12.6	14.94	29.79
环比	9.31	-5.97	-0.23	3.72
年初以来	-7.41	1.53	-0.58	-0.61
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	25.38	15.31	18.41	47.00
2016 年以来分位数	19.35%	30.67%	32.70%	28.51%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2025 年 8 月 24 日）

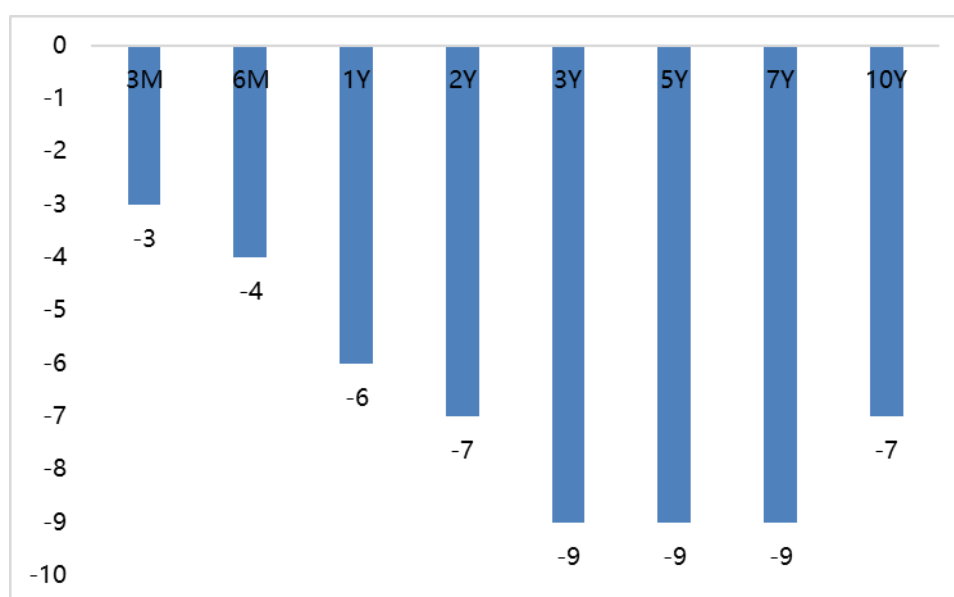
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	17.25	21.82	23.96	25.73	25.99
环比	0.89	2.63	3.28	3.37	0.95
年初以来	-15.09	-13.41	-13.3	-7.91	-19.13
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	44.30	35.60	38.02	42.16	43.60
2016 年以来分位数	0.83%	10.65%	11.73%	7.54%	7.96%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率集体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.42BP 至 1.3707，3 年期上行 9.73BP 至 1.5064，5 年期上行 3.76BP 至 1.6342，10 年期上行 3.53BP 至 1.7818。

长期限高等级票据信用利差集体走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.89BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.63BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.28BP。

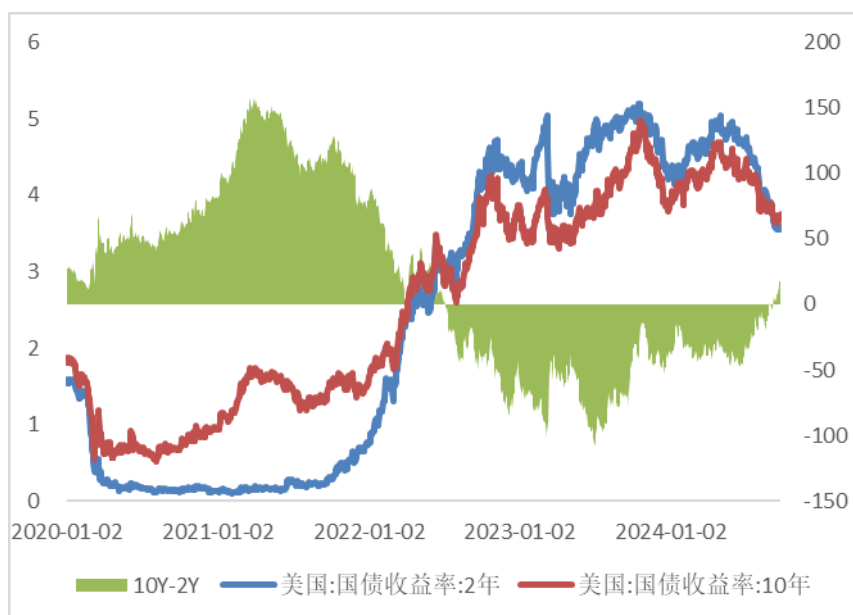
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 7BP，10 年期国债收益率上行 3.53BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 6BP，3 年期美债收益率下行 9BP，10 年期美债收益率下行 7BP。

图：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 0.12%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.07%，即期汇率贬值 0.03%，离岸人民币汇率贬值 0.25%。

表：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	97.7244	7.1321	7.1805	7.1712
对照日期	97.8467	7.1371	7.1823	7.1891
涨跌	-0.12%	0.07%	0.03%	0.25%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，财政数据显示，7月广义财政收入同比增速从6月的2.8%上行至3.6%，其中一般公共预算收入同比转正至2.6%，较6月同比增速上升2.9个百分点；7月广义财政支出增速较6月的17.6%放缓至12.1%。海外方面，北京时间8月22日晚，美联储主席在Jackson Hole年会上作题为《货币政策与美联储评估框架》的演讲，提供了9月再次降息的指引，并公布联储修订后的货币政策框架。7月财政数据收入端的特征是税收收入回暖带动7

月广义财政收入同比进一步上行。7月广义财政收入同比增速从6月的2.8%上行至3.6%，其中一般公共预算收入同比转正至2.6%，较6月同比增速上升2.9个百分点。7月单月税收收入同比较6月的1.2%快速上行至4.6%，而非税收入同比降幅从6月的3.9%走阔至12.4%。偏低基数下7月政府性基金收入同比增长较6月单月的20.8%高位放缓至8.9%，国有土地使用权出让收入同比亦放缓至7.2%。广义财政支出保持较快增长，7月广义财政支出增速较6月的17.6%放缓至12.1%，但仍快于2季度名义GDP增长的3.9%，拆分看，一般公共预算支出同比增速较6月的0.3%进一步上行至3.4%，而政府性基金支出同比增速较6月的79.2%放缓至42.4%，可能主要由于注资特别国债发行完毕、一次性计入6月中央本级政府性基金支出增长的扰动消退。联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议强调了就业的下行风险，认为“一旦下行将加速恶化”，认为通胀的持续上行风险存在但相对较小；他相对明确的释放了即将降息的信号，含义是如果8月就业和通胀不大幅超预期，则9月降；最后，货币政策框架调整上明确放弃了灵活通胀目标制（FAIT），转向简单的2%通胀目标制，但保留了对就业市场“短缺”的关注。

（二）权益市场展望和策略

在全球央行行长会议上，鲍威尔强调了就业的下行风险，就业恶化会加速降息，就业强劲则不会加息；认为通胀上行风险是单次性的；如果8月的就业和通胀没有大幅超出预期，则9月完成降息。可以看到，美联储基本确认关税冲击和商品通胀可控，限制性利率对就业下行存在影响。继续维持9月和11月年内两次降息的预测。美元指数和中长期美债收益率正常反馈上述预期。国内流动性继续宽松，但内部股债存在风偏切换。股债跷跷板效应下，部分居民赎回理财、增加权益资产，有利于权益市场流动性。

本周权益策略建议：增加仓位至中高仓位。本周权益资产影响因素中最为重要的变化是依然来源于分母端，这次是海外分母的确定性改善，全球将正式进入宽松阶段，再叠加上周提到的“股债再平衡加速下的国内分母结构性宽松”，我们认为权益市场仍处于流动性改善的加速段，继续看多做多。配置策略仍维持哑铃策略。行业选择上，1）稳定类红利资产（含H股）配置向券商、保险等方向集中。2）海外和国内算力相关的CPO、PCB、液冷、电源等；互联网金融、稳定币、稀土等方向将继续呈现结构性强势的特征；此外在美联储降息的大背景下，建议继续逢低加仓钴锂等为主的能源金属，以及铜铝锡等大宗工业金属。3）关注中报业绩超预期的行业；反内卷政策以供给侧逻辑为主，因此要找自身需求刚性的行业。

（三）债券市场展望和策略

看股做债是当前国内债市的主线，背后反映的是居民资产配置再平衡的过程，那么风险偏好何时回落可能是后续债市反转的关键变量。权益市场自 8 月以来体现的更多是估值层面持续的拉升，尽管市场基本面已基本透支完毕，但可以感受到在股市上行过程中市场对于持股待涨的意愿普遍增强，这背后体现的是市场预期的改变。因此如果要继续维持市场从而推动资金入市，政策层的态度至关重要。从当前政策层释放的信息看，8 月以来政策层在不断落实反内卷、提振消费的举措，在国务院常务会议中也反复提及要改善居民收入预期，并且周五新闻媒体也开始报道股市突破 3800，当下权益市场似乎也并没有达到“过热”的状态，两融占市值比也并未突破 2015 年的水平，我们认为政策层是乐于并希望看到这个局面。那么如同去年长债的表现一样，权益市场现阶段可能难言见顶。至于何时见顶，我们不做点位或者时点的预测，解铃还须系铃人，从过去几轮水牛、地产牛市及长债牛市的终结因素看，是不是泡沫体现的都是政策层意志，当政策层的意志开始加于市场的时候，脱离基本面的趋势行情离终结并不远。当股债同时处在政策市的环境中时，重点关注央行的表态及动作、政策层对于股市的定调等，具体领先指标可参考两融、居民新增存款变动情况，这往往是政策层开始关注并干预市场的先行指标。

重回国内基本面方面，7 月社融和经济数据都指向弱内需的现状并没有改变，经济的内生性动能依然低迷。金融数据表明私人部门信贷萎缩明显，M2 的核心驱动力量还是在于政府发债。经济数据整体也是弱于预期，首先地产总体延续疲软表现，其次消费数据下滑超预期，今年居民收入大方向依然承压，内生性消费动能适中没有被激活，一旦国补阶段性退坡，社零整体跟随回落。政策方面，中美贸易谈判在达成最终协议前政策都需要留有后手安排，政策对于经济向上驱动就相对有限。央行二季度货政报告增量信息也并不多，重总量的同时重结构以及节奏。当然目前市场本身并不关心现实如何，重要的是预期的故事能否延续。究竟是现实向预期靠拢，还是预期向现实回归，最关键的决定性因素在于股市的高度以及持续时间，至少从目前高层的表态看，通过抬升股市实现居民部门财产性收入是弥补工资性收入不足的重要途径，因此我们认为在真正实现之前政策层下场干预的概率偏低。

策略方面，如果市场在讲 15-16 年的故事，债市也并不见得会那么快就反转。假设权益市场是水牛的逻辑，那么从股市到房价再到信贷的传导本身需要一段时间，债市事实上走熊也至少要一两年后，在此之前债市在风险偏好下行阶段依然有不错的资本利得收益，并且资金再平衡本身也是一个动态的过程，缺乏业绩支撑的股市在牛市后期会不断驱动股市资金重新流回债市。从机构行为角度来看，规模增长最快的固收+产品也离不开资产配置的大部分需

要投向债市。按照“政策底-市场底-经济底”的方向去看，我们整体处在从市场底到经济底阶段，那么债市就不存在反转基础，并且经济回升有赖宽货币的进程，债市中期做多逻辑依然稳固。建议关注保险的配置盘的入场时点，寿险公司新产品的预定利率在 9 月 1 日前要整体调整至 2%以下，当前债市长端点位毫无疑问是有配置价值的。但不可否认的是从短期角度而言，去理性分析一个并不理性的市场往往结果会和预想的结果差别较大，很多时候市场会演绎得非常极致，去抄底博反弹的风险远高于顺势而为，考虑到短期市场扰动因素过多且难以预测，建议以防守心态寻找风险偏好转弱的时点。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。